

〔レフリー論文 原著〕

## 企業財務論の普及プロセスと問題点に関する一考察 —理論研究と教育内容の変遷から—

中 川 智 久

A study of diffusion processes and problems in corporate finance:  
A view of the transition in theoretical studies and educational contents

NAKAGAWA, Tomohisa

本稿は、1850年代から現在に至る企業財務論の理論研究と教育内容の変遷から、企業財務論の普及プロセスと問題点を考察する。1850年以前の簿記もしくは資金出納を起点に、株式会社制度と株式市場の発達、そして企業環境の変化に応じ、1860年代以降の株式会社金融論、1920年代以降の管理論的企業財務論、1950年代以降の企業評価の経済理論へと、理論研究と教育内容が変遷し今日に至る。

株式会社金融論は株式会社金融の機構／制度を論じ、管理論的企業財務論は短期資本の効率的運用・調達管理を論じる。これら2つの理論は、制度論もしくは技術論の見地から、企業財務上の問題解決に役立つ理論を展開し普及を試みる。これら2つの理論は、現実の事象を認識対象に基づき理論を構築したものである。

一方、企業評価の経済理論は、資本市場を介した企業評価を論じる。この理論は、新古典派経済学という科学論の見地から、資本市場の均衡を前提とする、企業の投資決定と資本調達決定の理論を展開し普及を試みる。理論的枠組みの明確さがゆえに、今日における企業財務論の共通言語として普及し今日に至る。しかしながら、この理論で登場する資本市場は、市場の価格決定メカニズムを考察する目的で設定された「理念型市場」であり、現実の市場を観察することで導出された概念ではない。従って、理論に対する前提条件の理解がない状態での理論適用は、過誤の企業の投資決定と資金調達決定を生じさせる。この点は、技術革新が進んだとしても除去できるものではない。企業財務論の限界点を認識し、無理解に理論を適用することは危険であることを、企業財務論の教育内容もしくは教育現場を通じ注意喚起し続ける必要がある。

キーワード：株式会社金融論 (Corporation Finance)、管理論的企業財務論 (Business Finance)、企業評価の経済理論 (Economics of Managerial-Valuation)、制度論 (Institutions)、技術論 (Technology)、科学論 (Science)

### 1. はじめに

企業財務の目的は、企業経営に必要な資本の調達と事業活動への投資を通じ、企業価値を創造することである。この目的を達成するため、企業は資本市場に対し、出資を受けた資本に応じて利益を還元する必要がある。企業が資本市場より更なる出資を受けるためには、事業活動を通じ、継続的に利益を稼得できることを資本提供者に提示する必要がある。それゆえ、企業

は利益最大化を目指して事業活動を行う事が常に求められる。この企業目的は、企業の規模に関わらず普遍的である。一方、資本市場は企業の価値創造能力を評価し、資本提供の可否を決定する。それゆえ、企業財務論の主要テーマは、資本市場を介した企業評価といえる。

今日の企業財務論は、新古典派経済学に立脚した企業評価の経済理論である。すなわち、株式会社制度と事業活動の継続性を前提として、企業の事業活動の価値が資本市場の価格決定メ

カニズムにより決定されることに基づき、事業活動への投資と資本調達採否が決定される。その中心概念は資本コスト、すなわち、資本市場が要求する必要最低収益率である。資本コストは、利子率と、企業のリスクの程度に応じたリスク・プレミアムの和で算定される。すなわち、資本市場が均衡状態にある時、全ての資本資産の価格情報を正しく取り込み、企業のリスクを合理的に決定することを前提としている。資本コスト算定に関するこのアプローチは、新古典派経済学の市場均衡論に立脚している。この理論は、現実の市場を観察することにより導出されたものではなく、市場の価格決定メカニズムを考察する目的で、様々な前提条件を設定した「理念型市場」から導出された理論である点に留意する必要がある。しかし、理論的枠組みとしては非常に明確であることから、資本コストの算定を中心に企業評価の経済理論が研究され、実証研究と検証が行われ、教育内容に反映されてきた。

以上のように、今日の企業財務論は、資本市場の均衡を前提とした経済理論と位置付けられているが、そこに至る過程を考察する必要がある。すなわち、今日の企業財務論が形成されるにあたり、どの様な企業財務上の問題があり、その解決手段として、どの様な理論が考案されたのか。考案された理論が、どのように普及し確立したのか。理論が普及していく中で、実務への適用上の問題は発生したか、その場合は、どのように修正されたのか。理論の限界点はいくつか、その限界点は技術革新により解決し得るか否か。本稿では、企業財務論の理論研究と教育内容の変遷を考察し、企業財務論の普及プロセスと問題点を分析することで、上記の問いに答えられるものである。

## 2. 企業財務論における時代区分

本稿では、米国における企業財務論の理論研究と教育内容の変遷を研究対象とする。米国における企業財務論の理論研究と教育内容を研究

対象とする理由は、企業財務論が 1800 年代末の米国を起点とし、株式会社制度と企業環境の変化の中で理論が確立され、理論の発展に応じて教育内容に反映されたことを理由としている。また、米国の企業財務論入門向けテキストブックは、1 冊に対して幾度もの改訂を経て、30 年～40 年もの長期にわたり教育現場で利用される。したがって、テキストブックの内容変遷を通じ、米国における企業財務論の変遷過程を考察し得る。

本稿の先行研究として、Norgaard (1981)<sup>1)</sup> をとり上げて検討する。1860 年代から 1979 年までの米国の企業財務論入門テキストブックに加え、調査当時存命であった著者へのインタビュー内容をもとに、米国での企業財務論入門の教育内容の変遷を年代別に考察しており、非常に優れた研究であるという理由による<sup>2)</sup>。

Norgaard によると、米国での企業財務論入門の教育内容の時代区分は、①制度期 (Organizational Phase, 1860～1949, 株式会社金融論の研究・教育)、②転換期 (Transitional Phase, 1950～1959, 管理論的企業財務論の研究・教育)、③企業評価期 (Managerial-Valuation Phase, 1950～1979)、の 3 つに分類される。この 3 つの区分は、企業財務論入門の教育内容の実態に即した区分と考えられる。しかしながら、この区分をそのまま適用する場合、企業財務論の理論研究の変遷が整理できない。

そこで、本稿においては、Norgaard の先行研究に修正を加え、①制度期を制度期 (1860～1920) と、移行期を管理期 (1920～1959) と定義し、さらに、企業評価期を企業評価期 (初期) (1950～1979) と、企業評価期 (現代) (1980～今日) に分割し、企業財務論の理論研究と教育内容の変遷を考察する。

次に、本稿の研究対象の起点となる時代を確認する。Norgaard (1981)<sup>3)</sup> の研究をはじめ、Van Horne (1977)<sup>4)</sup>、高橋 (1979)<sup>5)</sup> の研究内容を踏まえると、1890 年代後半の米国が起点といわれる。しかしながら、企業財務論が

表 1 企業財務論の理論研究と教育内容の変遷

時代	ビジネス環境、資本市場の動き	経営管理の流れ	企業財務論の研究・教育	理論の側面
～1859 企業財務論 登場前	・ 個人商店的な事業展開 ・ 株式市場初期段階 (NYSE : 1792)	・ 事務管理が中心	・ 簿記もしくは資金出納 (企業の経営活動結果の計数記録)	技術
1860～1920 制度期	・ 鉄道会社を中心にインフラビジネスが成立 ・ 会計士制度の成立 ・ 株式市場は発達途上、投資銀行が投資家にアクセス	・ 科学的管理法、大量生産方式の登場	・ 株式会社金融論 (制度／機構の体系化)	制度論
1920～1959 管理期	・ ビッグ・ビジネスの登場、成長 ・ 経済不況、清算／破産の波 ・ 証券法制の整備 (1933 年証券法、1934 年証券取引所法) ・ 第二次大戦後の不況懸念	・ 組織的な経営管理手法の確立 (デュボンシステムなど)	・ 株式会社金融論の教育 (機構／制度／評価) ・ 管理論的企業財務論への移行 (予算管理＋資本収益性管理)	技術論
1950～1979 企業評価期 (初期)	・ 投資機会の拡大 (多角化の進化) ・ 株式市場の高度な発達 (大衆株主増加) ・ コンピューター登場	・ 戦略的経営管理の進化	・ 管理論的企業財務論の教育 ・ 企業評価の経済理論の確立と移行 (投資の経済計算、配当割引モデル、資本市場理論)	科学論 (理論)
1980～今日 企業評価期 (現代)	・ 資本市場のグローバル化 ・ PC、ネットワークの発達	・ 戦略的経営管理の細分化	・ 企業評価の経済理論の精緻化 (裁定評価理論、マルチファクターモデル他)	科学論 (理論⇄実証)

出所：Brigham and Gapenski (1997), Norgaard (1981), Van Horne (1977), Weston (1966) 邦訳書 pp.32-45 を元に筆者作成。

成立する背景をたどると、1850 年代の米国における商業専門学校教育まで遡る<sup>6)</sup>。さらに、Norgaard (1981) 以降に出版された主要なテキストブックは、現在の企業財務論教育の場で使用されている。そこで、本研究では、1850 年代後半の米国を起点に、今日に至る企業財務論の理論研究と教育内容の変遷を考察する。

以上の内容を年表形式にまとめると、表 1 の通りになる。

### 3. 企業財務論の理論研究と教育内容の変遷

#### 3.1 株式会社金融論の成立

本節では、株式会社金融論の成立過程を通じて、企業財務論の起源と成立を考察する。まず、1) において、株式会社金融論以前の企業財務を概観する。2) では、株式会社制度の登場背景を説明する。3) において、1860 年代以降、鉄道会社を中心に、証券(株式・社債)による資金調達が進んだことから、株式会社金融の制度／機構の体系化が必要となった。その様な背景から株式会社金融論が登場し、企業財務論が成

立する事を説明する。

#### 1) 株式会社金融論以前の企業財務

株式会社金融論発生以前の 1850 年代までの米国の企業は、きわめて小規模で、個人商店的な事業展開であった。経営管理のための明確な体制もなく、経営管理担当専任の人材は必要とされていなかった。わずか数名が社運を担い、経理・財務・総務・管理・日々の実務、さらには経営者の役割をこなしていた<sup>7)</sup>。この時代における経営管理は事務管理的な位置づけであったと考えられる。

1850 年代に始まった商業専門学校 (Proprietary commercial college) 教育では、商業技術者(簿記係・出納係・販売員・秘書等)の育成を目的としていた。この時代の企業財務担当者の役割は財務業務処理の遂行にあり、企業財務教育は、簿記や資金出納などの企業の経営活動結果の計数記録技術の教育が中心であった<sup>8)</sup>。

#### 2) 株式会社制度の登場

米国における株式会社は、1780 年代以降、銀行・保険・運輸(運河・道路)など公共に資する業種に対し、州政府が特許を与える形で設

立したのが始まりとされる<sup>9)</sup>。1792 年 5 月、競売ブローカーが集まる形で、ニューヨーク証券取引所 (NYSE) が設立され、特許会社の株式や連邦債が取引されるようになった<sup>10)</sup>。但し、特許会社の範囲が限定的であり、1850 年代までは 1 日の出来高が数百株程度であった<sup>11)</sup>。

株式会社制度が本来の役割を発揮し始めるのは、1860 年代以降である。米国内の鉄道網建設を背景に、鉄道会社が株式や鉄道債などを通じて積極的な資金調達を行うようになる。鉄道網の建設には多額の費用を要し、その資金を賄う手段として、普通株に加え、優先株、鉄道債などの証券による資金調達が導入されることは必然といえる。株式会社という制度は、1 株を 1 出資単位として、広く公衆から出資を募り、出資単位に応じた資金提供を受けられる制度である。すなわち、株式という仕組みを通じ、資金調達の取引コストを抑える仕組みをもつ制度である。しかしながら、鉄道会社による資金調達が積極化した 1860 年代は、一般事業会社への株式有限責任制度が導入されて間もない状況であり、株式市場は成立当初の状況である。そのため、株式による資金調達を行うには、プロモーター（発起人）となる投資銀行の存在が不可欠になる。また、鉄道事業の急速な拡大を背景として、公認会計士による監査制度が創設された。そして、企業財務担当者の主要な役割が、財務業務処理の遂行から株式会社金融の遂行へと変化する。

### 3) 株式会社金融論の成立

以上のような背景から、公認会計士や企業財務担当者を中心に、株式会社金融の機構／制度の理解が急務とされた。更に、株式会社金融を含む、経営管理の高等教育機関が急務とされ、1881 年のペンシルバニア大学ウォートンスクールの創設を皮切りに、主要な大学でビジネススクールが創設された<sup>12)</sup>。このような実務上の要請、もしくは教育上の要請から、株式会社金融論の体系化が図られる事となる。従って、テキストブックの作成が、学問の体系化に

直結することを意味する。

上記のような株式会社金融論教育の要請に応えるため、数名の有識者による株式会社金融論のテキストブックが出版された。株式会社金融論の特徴は、株式会社の設立から清算までのライフサイクルにおける、株式会社金融の機構／制度の体系化である。最初のテキストブックは、1897 年に T. L. Greene による“Corporation Finance”<sup>13)</sup> である。索引を含めて 180 ページの内容であるが、鉄道会社の株式会社金融を念頭に置いた手引書である。Greene のテキストブックを皮切りに、E. S. Mead による“Corporation Finance” (1905)<sup>14)</sup>、A. S. Dewing による“Financial Policy of Corporation” (1919)、C. W. Gerstenberg による“Financial Organization and Management of Business” (1924)<sup>15)</sup> が、それぞれ出版された。特に、Dewing (1919)<sup>16)</sup> は、株式会社金融制度の精緻化を踏まえ、幾度もの改訂が入り、最終版である第 5 版 (1953)<sup>17)</sup> には、1500 ページ超の大著となった。Dewing のテキストブックは株式会社金融論の代表的なテキストブックと位置づけられている<sup>18)19)</sup>。大著でありながら 1950 年代まで改訂を重ねた背景には、資本調達のみならず、資本運用も含む企業財務上の諸問題を制度論の観点から分析し、テキストブックの中に反映したことにあると思われる。更に、第 3 版以降において企業価値評価論に触れており、早くから企業価値評価の議論に注目していたことが伺える<sup>20)</sup>。記述的であるとの批判意見<sup>21)</sup> も存在するが、現実社会における制度を認識対象とした理論化という意味において意義がある。

### 3.2 管理論的企業財務論の展開

本節においては、企業財務論が株式会社金融論から移行し、管理論的企業財務論が展開される過程を考察する。1) において、1920 年代前後のビッグ・ビジネスの台頭と、近代的経営管理手法の発展を概観する。2) において、組織的経営管理を背景に、McKinsey and Meach



(1923)の研究<sup>22)</sup>を中心に、管理論的企業財務論が登場する過程を考察する。3)において、この当時における企業財務論教育が株式会社金融論中心であった事への問題提起を概観する。4)において、3)での問題提起を受け、企業財務論教育が管理論的企業財務論へ移行する事を説明する。

### 1) ビッグ・ビジネスの台頭と経営管理手法の発展

1920年代の米国において、経済社会に新しい産業が台頭してきた。鉄鋼ではU.S. スチールやベツレヘム・スチール、化学ではデュボン、自動車ではフォードやGM（ゼネラル・モーターズ）、電機ではGE（ゼネラル・エレクトリック）、石油ではスタンダード・オイルやモービルなど、いわゆるビッグ・ビジネスが台頭し始めた時期である<sup>23)</sup>。

ビッグ・ビジネスの台頭を背景に、近代的な経営管理手法が考案され、導入されていくことになる。1911年のF. W. Taylorの時間研究・作業研究に基づく科学的管理法<sup>24)</sup>は作業の標準化を通じ、標準原価管理の基礎を作り出した。H. Fordは自社の自動車生産を効率化するための大量生産方式（フォード生産方式）<sup>25)</sup>を生み出し、生産管理の基礎を作り出した。A. P. Sloan, Jr.は、自らが経営するGMに事業部制組織を導入し、組織的な経営管理を確立した。デュボン社は、組織遂行能力の指標として投資収益率（ROI）を導入した。ビッグ・ビジネスに属する会社は、これらの経営管理手法に加え、財務会計・管理会計を結合し、組織的な経営管理システムを運営していた<sup>26) 27)</sup>。

### 2) 管理論的企業財務論の展開

1920年代前後の組織的な経営管理の確立と堅調な利益率という企業環境を踏まえ、McKinsey and Meachは、自らの著書<sup>28)</sup>で予算編成・資本収益性管理・運転資本管理を総合した管理論的企業財務論を提唱した。ビッグ・ビジネスが実現する組織的な経営管理に基づき、会計的手法と内部的財務問題を結合

し、予算統制と資産管理に立脚した新しい企業財務論を提案した。また、W. Rautenstrauchによる損益分岐点分析に基づく利益管理法や、S. Gilmanによる経営分析的手法<sup>29)</sup>によって強化・発展が図られた。

しかしながら、1929年に始まる世界恐慌、その後に続く経済不況は、鉄道業を中心に、高い負債比率に起因する過重な金利負担から企業体力の弱体化を生み、企業清算へとつながった。その様な背景から、企業の財務方針策定に際し、株式会社金融論の枠組みに基づき、個別の財務問題と財務構造の分析が必要とされた。企業財務教育の場においても、引き続き株式会社金融論を中心に展開される。

以上のように、管理論的企業財務論の研究が進む一方、1929年に始まる世界恐慌とその後の経済不況の影響により、高い負債比率による過重な固定金利負担の結果、鉄道業を中心に企業破産・企業清算に追い込まれた<sup>30)</sup>。この様な背景から、米国の企業財務論入門教育においては株式会社金融論が教授されることになる。

### 3) 株式会社金融論教育に対する問題提起

1920年代の組織的な経営管理の発展を背景に、管理論的企業財務論の研究が発展した。一方で、1929年に始まる世界恐慌と、その後の経済不況を背景として、管理論的企業財務論が教育内容として展開されることはなく、依然として株式会社金融論が米国の企業財務論入門教育の主題となっていた。

米国の企業財務論入門教育が経営管理実務と乖離する状況に対し、次第に企業財務論研究者の間から問題提起されるようになった。P. Huntは、「企業実務の視点に立つならば、財務担当者の立場で企業の諸問題を観察することにより、真に重要な新しい諸問題を発展させることができる。我々は企業の外部からの視点に囚われ過ぎている」<sup>31)</sup>と指摘する。D. M. Halleyは、「内部管理と伝統的問題とを対比する場合の第一は、両者の区別である。前者は、狭く解すると日常的な諸問題であるとみられる。予

算、与信と回収、当座必要資金の調達、対銀行関係、配当支払いや社債の償還などはその好例であろう。他方また内部管理問題には、そのすべてではないにしても、普通伝統的財務問題とされる多くのものを含むと考えられる。」<sup>32)</sup>と指摘する。予算管理や運転資本管理など、日常の財務的問題を含めて教育すべきとの意見は注目に値する。

以上のような問題提起を受け、企業財務論の教育内容は、株式会社金融論から管理論的企業財務論へ移行する。

#### 4) 管理論的企業財務論教育への移行

P. Hunt や D. M. Halley 他、財務論研究者からの問題提起を受け、1950 年代に入ってから、企業財務論の教育内容が株式会社金融論から管理論的企業財務論へ移行した。McKinsey and Meach の研究が登場した後も、管理論的企業財務論の研究が続けられた結果、教育内容上の工夫が反映されたテキストブックが登場している。

主要なテキストブックは、B. B. Howard and M. Upton による “Introduction to Business Finance” (1953)、P. Hunt and C. Williams and G. Donaldson による “Basic Business Finance: Text and Cases” (1958) の 2 冊があげられる。

上記 2 つのテキストブックを細かく分析すると、Howard and Upton のテキストブックは、「組織形態 ⇒ 財務分析 ⇒ 予算統制 ⇒ 資金調達」の順になっており、予算編成と資本収益性管理を重視していることが観察し得る。この論点の流れは、Weston (1962)<sup>33)</sup> 以降のテキストブック展開順序と重なっており、比較的理解しやすい内容を元にテキスト設計されている。

次に、Hunt and Williams and Donaldson のテキストブックは、貸借対照表の「資産の部 ⇒ 負債／資本の部」を意識して管理論的企業財務論の教育内容を展開している。筆者が知りうる限りにおいて、特徴のある順序でテキスト設計している。特筆すべき点としては、最終章のトピックとして、いわゆる投資の経済計算の

入門が組み込まれている（割引価値法・平均利益率法・内部収益率法）。

### 3.3 企業評価の経済理論の確立

本節では、今日の企業財務論の主要テーマである企業評価の経済理論が確立する過程を考察する。1) において、第二次世界大戦後の資本市場の発達と企業環境の変化を概観する。2) において、1) の背景から企業評価の経済理論が研究され、理論として確立する過程を考察する。3) において、企業評価の経済理論の理論研究が、米国の企業財務論入門テキストブックに反映される過程を考察する。

#### 1) 資本市場の発達と企業環境の変化

第二次世界大戦後、特に 1950 年代以降の米国の株式市場は、生命保険、年金基金、投資信託、財団などの機関投資家が増大し、機関投資家の動向が株式市場に大きな影響を及ぼす規模となった<sup>34)</sup>。企業環境面においては、1950 年代前半の株式市場の不振と金融市場の引締めを背景に、急速に成長した企業は、手許現金の維持を重要視するようになった。すなわち、キャッシュ・フローが収益性と同程度に重視されるようになった。更に、1950 年代後半に入ると、成熟した産業においては、利益獲得の機会が少なくなってきた。一方で、新しい科学技術を基礎に研究開発を行う企業は、その劇的な成功発展に裏付けられて株価が急上昇した。企業が自らの事業セグメントをどこに置くかにより、収益獲得の機会に大きな差が生じるため、限られた投資機会の中で適切な投資を行う必要が生じた。このような背景から、企業評価の経済理論が研究され、米国の企業財務論入門テキストブックに反映されることとなる。

#### 2) 企業評価の経済理論の展開

資本市場の発達と企業環境の変化を背景に、戦略的な資源配分の必要性<sup>35)</sup> から、投資の経済計算に関する研究が行われるようになった<sup>36)</sup>。この研究の中で、1951 年に J. Dean<sup>37)</sup> が提唱する内部収益率法と、F. Lutz and V.

Lutz<sup>38)</sup> が提唱する正味現在価値法の二つの投資評価基準が特に注目を集めた。登場当初からその優劣が争点となっていた<sup>39)</sup> が、しかし、議論を重ねる中で、内部収益率法の切捨率と正味現在価値法の割引率をどのように測定するか、という本質的な問題が明らかとなった。割引率もしくは切捨率の測定は、資本市場が要求する必要最低収益率、すなわち資本コストの測定を意味している。資本コストは、資本市場が要求するリスク調整後の機会費用であり、事前的な概念である。そのため、測定が極めて困難である。しかし、概念的に測定が困難であったとしても、投資と資本調達のプロセスを決定するため、資本コストの測定が不可欠となる。この様な背景から、1950年代以降今日に至るまで、資本コストの測定モデルが研究される事になる。

資本コスト測定の初期理論モデルは、理論株価の測定モデルを援用する形で資本コストを測定するものであった<sup>40)</sup>。その後、資本市場の一般均衡を前提に、異なるリスクの大きさに応じて決定する資本資産評価モデル (Capital Asset Pricing Model, 以下 CAPM)<sup>41)</sup> が提唱された。CAPMでは、時間選好の価格である利子率に、資本市場における個々の資本資産の持つリスクの大きさに応じたリスク・プレミアムが加わる形で決定される。この理論は、資本市場の均衡と個々の証券の持つリスクの大きさを考慮したという意味で画期的なものである。CAPMの理論展開は、企業の投資決定及び資本調達決定に有用であることから、後に M.E. Rubinstein<sup>42)</sup> によって拡充され、今日にみられる企業評価の経済理論の基本体系が完成する。

### 3) 企業評価の経済理論の教育内容

2) で触れたように、企業評価の経済理論の基本体系は、1970年代中盤に完成している。管理論的企業財務論から企業評価の経済理論へ移行する時期において、企業評価の経済理論の教育内容と方法論を確立したのが、J. F. Weston といえる。Weston は、企業財務

担当者の役割はいかにあるべきかを念頭に教育内容を検討し、今日の企業財務論のテキストブックにある形を作り上げた。そこで、本節は Weston が著述したテキストブックである“Managerial Finance”を中心に置きながら、同時期に出版された J. C. Van Horne の“Financial Management and Policy”<sup>43)</sup> の2種類を比較し、テキストブックの内容から教育内容変遷の過程を考察する。

1962年に出版された第1版を見ると、財務職能から始まり、企業形態の選択、租税環境の概要が説明された後、財務分析、財務統制、資本予算、財務意思決定における複利、財務予測、予算管理、資本収益性管理、資本構成と資本コスト、短期資金調達、長期資金調達という形で、テキストブックを章立てている。この章立てから、管理論的企業財務論を学んだ学習者、さらには財務会計や管理会計を学んだ学習者を意識し、実務的な説明から企業評価の経済理論へ橋渡してできる様配慮している。

特に、企業評価の経済理論を説明する際は、学習者に配慮し、論点説明の前に実務的な節を入れ、十分な基礎的理解の上で論点を進めるようにしている。投資の経済計算の例であれば、最初に回収期間法と平均投資利益率法を説明し、貨幣の時間価値が考慮されない点を踏まえ、内部収益率法と現在価値法を説明する、という手順で説明する。更に、内部収益率法と正味現在価値法でポイントとなる概念が資本コスト測定にある事を説明し、企業価値評価と資本コストの概念を導入する、という章立てを組む。更に、CAPMにみられる資本市場の均衡理論に立脚した資本コストの測定理論を導入する際は、資本予算を含め前半部分で基本的な内容を説明し、その後には不確実性下での財務決定という大項目の中で、CAPM他の論点を組み込むように配慮している。このような手順でテキストブックを編成する事により、企業評価の経済理論の基本的構造を明らかにし、理論の内容を正しく理解し、誤った理論の適用を防ぐよう

に配慮している。

一方、Van Horne のテキストブックの目次を追いつながら、どのような意図でテキストブックが設計されているのかを考察する。1977 年に出版された第 4 版（日本語訳：1978 年）を見ると、財務目的と機能、貨幣の時間価値概念、企業評価（ポートフォリオ理論や資本資産評価モデル）、資本予算、リスクを含む投資評価、資本構成、配当と企業評価、配当政策という形で、資本市場との対応関係の中での企業財務の役割を念頭に置きながらテキストブックを章立てている。このテキストブックの序文を見ると、財務会計もしくは管理会計を既に履修済みであることを前提する旨が明記されており、その上で企業評価の経済理論の枠組みを集約的に学習できるように工夫している。なお、Weston が重視する財務分析、財務統制に関する論点は、意図的に後半の章に集約している。Van Horne のテキストブックに基づく目次構成は、1980 年代以降の米国の企業財務論入門用の主要テキストブックで採用されている<sup>44)</sup>。

以上、企業評価の経済理論の代表的なテキストブック 2 冊を比較し、テキストブックの章立てから教育内容を比較してきた。最終的な目標である企業評価の経済理論の理解という同一の教育目標を有しながら、2 つのテキストブック間で設計思想が大きく異なることは注目すべき点である。

#### 4. 企業財務論の普及プロセスと問題点

本章では、前章で展開した企業財務論の理論研究と教育内容の変遷を踏まえ、企業財務論の普及プロセスと問題点を考察する。企業財務論は、企業資本の調達と運用を認識対象とし、実務に役立つ理論を構築する。構築された理論は、現実社会の中で実証もしくは検証され、最終的にはテキストブックを通じて教育内容に反映される。しかし、認識対象とする問題と、解決手段となる理論の側面は、時代の変遷と共に変化する。

1850 年代以前の企業財務は、簿記もしくは資金出納であった。個人商店的な事業展開で商圏が限定される環境下では、日常の財務活動実績を記録し管理する技術が、企業財務の役割を果たしていた。1860 年代以降に入ると、鉄道会社を中心とした大規模な資金調達に対する制度／機構上の問題に対応するため、株式会社金融論の体系化と普及が行われた。資金調達に関する法制度が十分でない環境下において、株式会社金融論は、株式会社金融の機構／制度を認識対象として、制度論の見地から企業財務上の問題解決に役立つ理論を提供したといえる。

1920 年代に入ると、企業規模の拡大に伴い、工場生産の効率化と組織的経営管理の要請に対応するため、管理論的企業財務論が展開された。管理論的企業財務論は、企業経営の計数管理を認識対象とし、技術論の見地から企業財務上の問題解決に役立つ理論を提供する。組織的経営管理の担い手（コントローラー部門担当者）の側として、経営管理に資する企業財務の枠組みとして有用であることから、経営管理論もしくは管理会計論の教育を通じて理論が普及した。企業財務論の研究・教育は株式会社金融論が中心であったが、1930 年代以降の資金調達に関する法整備<sup>45)</sup>が一段落した 1940 年代を契機に、経営管理実務と企業財務論教育の乖離に対する修正が行われた。これらの修正を経て、1950 年代に入り、企業財務論の研究・教育の主題が、株式会社金融論から管理論的企業財務論に移行したと考えられる。

1950 年代に入ると、企業環境の変化への対応と資本市場との対話の必要性から、企業評価の経済理論が展開された。企業評価の経済理論は、資本市場の評価を認識対象とし、新古典派経済学という科学論の見地から、企業の事業活動の投資と資本調達の決定に関する理論を提供する。企業評価の主要概念である資本コストは、市場均衡論の枠組みに基づき、資本市場の均衡を前提として測定する。市場均衡論における資本市場は、市場の価格決定メカニズムを考



察する目的で、様々な前提条件を設定した「理念型市場」である。また、資本市場の均衡を前提に置くことは、事前概念としての資本コストを、現時点の情報に基づき測定することを意味する<sup>46)</sup>。したがって、企業評価の経済理論は、現実の資本市場の評価を認識対象として構築したものではない。企業資本の調達と運用を認識対象とする企業財務論において、現実の事象を認識対象としない企業評価の経済理論を無条件に導入した場合、現実の事象を認識対象とした既存の企業財務論との整合が取れなくなる懸念がある。投資と資金調達決定の担い手（事業計画部門担当者）の視点に立つ場合、理論の適用による過誤の投資決定と資金調達決定を招く危険をはらむ。経営管理の側面では、コンピューター登場<sup>47)</sup>を中心とする技術革新があるとはいえ、組織的経営管理を基礎とする企業財務の遂行が必要とされた。このような背景から、企業評価の経済理論は、既存の企業財務論との論点調整を注意深く行いながら企業財務論の教育内容に組み込まれ、1960年代のWestonによるテキストブック出版を通じて理論の普及が図られた。その後、コンピューター技術の発達と普及を背景に、1970年代に入りCAPMに代表される一般均衡モデルの企業財務への拡充が教育内容に反映され、企業評価の経済理論の教育体系が確立する。この時点になると、管理論的企業財務論に関する内容は標準的な手続きとして経営管理情報システムを通じコンピューターで処理し得るものとなった。また、資本市場のグローバル化が進み、資本市場との対応関係の中での企業財務の役割が重視されるようになった。加えて、管理論的企業財務論に関する内容は、経営管理論もしくは管理会計論の教育の中で触れられている。このような背景から、企業財務論の研究・教育の主題が、管理論的企業財務論から企業評価の経済理論へ移行する。テキストブックの内容面においては、Van Horneのテキストブックに見られるように、企業評価の経済理論を中心に扱い、管理論的企業財務

論を補足的に扱う構成になっている。このテキストブック構成は、1980年代以降に出版されたテキストブックでも維持されている。すなわち、資本市場のグローバル化が進む今日において、テキストブックが提供する企業評価の経済理論の枠組みが、企業財務に関する共通言語とみなされている。

しかし、言い換えれば、以上のことは、今日における企業財務論の限界点を示しているといえる。企業評価の経済理論は、資本市場における評価を認識対象とするため、資本市場の均衡を前提に資本コストを測定する。それは、事前概念としての資本コストを、現時点の情報に基づき測定することを意味しており、現実の資本市場の評価を認識対象としたものではない。この事実、PCやネットワークの発達に伴い、企業評価の経済理論の精緻化が進んだとしても変わることはない。そのため、前提条件を踏まえずに理論を適用すると、理論の適用による過誤の投資決定と資金調達決定を招く危険をはらむ。このような危険を防ぐためには、今日の企業財務論が、企業評価に関する基本原理を説明するものであり、無理解に理論を適用することは危険であることを、企業財務論の教育内容もしくは教育現場を通じ注意喚起し続ける必要がある<sup>48)</sup>。

## 5. まとめと課題

企業財務論は、1850年以前の簿記もしくは資金出納を起点に、株式会社制度と株式市場の発達、そして企業環境の変化に応じ、1860年代以降の株式会社金融論、1920年代以降の管理論的企業財務論、1950年代以降の企業評価の経済理論へと、理論研究と教育内容が変遷し今日に至る。

株式会社金融論は、1860年代以降の鉄道会社を中心とする証券金融活発化とそれに対する十分でない法整備を背景に、株式会社金融の機構／制度を認識対象として理論を体系化した。株式会社金融論は、証券金融に関する法制度が

十分でない環境において、株式会社金融の機構／制度上の問題解決に有効に機能した。しかし、個別の財務問題が発生するごとに内容进行分析して理論体系に組み込むため、膨大な理論体系が構築された。そのため、1930 年代の証券法制的整備を契機として、株式会社金融論は、最低限必要な基本原理のみが、企業財務論の理論体系に残ることになる。

管理論的企業財務論は、1920 年代以降の工場生産の効率化と組織的経営管理の確立を背景に、企業経営の計数管理を認識対象として、技術論の見地から理論を体系化した。組織的経営管理の担い手（コントローラー部門担当者）の側として、経営管理に資する企業財務の枠組みとして有用である一方、企業財務の世界では株式会社金融が主要課題とされた。そのため、理論の体系化が行われた当初は、経営管理論もしくは管理会計論教育を通じて理論の普及が図られた。しかし、1930 年代の証券法制的整備と 1940 年代の経営管理実務と企業財務論教育の乖離に対する修正を背景として、管理論的企業財務論は、1950 年代に入り企業財務論教育の主要課題となった。組織的経営管理に資する企業財務の仕組みとして有効に機能する一方、1970 年代以降のコンピューター技術の普及と管理会計論教育の確立を背景に、管理論的企業財務論は企業財務論の補足的論題として扱われることになる。

企業評価の経済理論は、1950 年代以降の資本市場との対話の必要性を背景に、資本市場の評価を認識対象として、新古典派経済学という科学論の見地から理論を体系化した。資本市場の均衡を前提とする企業評価は、理論的枠組みとしては非常に明確である。しかし、この考え方は、事前概念の資本コストを、現時点の情報に基づき測定することを意味し、企業財務担当者による理論の誤用に起因する過誤の投資と資金調達決定を招く危険がある。このような背景から、管理論的企業財務論との論点調整を行った結果、1960 年代前半に企業評価の経済理論

の教育内容が完成し普及した。しかし、1970 年代後半以降、資本市場のグローバル化とコンピューター技術の普及に加え、管理会計論教育の確立を受け、企業財務論は企業評価の経済理論を中心とする教育内容に移行し今日に至る。資本市場のグローバル化が進む今日において、企業評価の経済理論の枠組みが企業財務の共通言語として位置づけられる。このことは、今日の企業財務論の限界点であり、技術革新が進行し、企業評価の経済理論をモデル精緻化しても現時点では除去することができないものである。企業財務論の限界点を認識し、無理解に理論を適用することは危険であることを、企業財務論の教育内容もしくは教育現場を通じ注意喚起し続ける必要がある。

本稿で残された課題としては、本稿が米国の企業財務論変遷の歴史であることを踏まえ、その背景となる米国経済・金融・産業・経営史を統計データの裏付けと共に整理する必要がある。また、本稿は、企業財務論の普及プロセスを形成する各時代区分の理論につき、現時点で判明し得る内容を記述している。各理論成立の背景と教育内容への反映状況を更に考察した上で、内容の精緻化を図る必要がある。

## 注

- 1) Norgaard, R. L. (1981) "The Evolution of Business Finance Textbooks", *Financial Management*, 10-2 (10th Anniversary), pp.34-45.  
なお、中川 (2018) は、Norgaard (1981) を元に、2016 年までの状況を追跡調査している。
- 2) 米国の企業財務論入門テキストブックの内容から財務管理論教育内容の変遷を捉えた研究は、現時点の調査では Norgaard の研究以外は見受けられなかった。
- 3) Norgaard (1981) p.35.
- 4) Van Horne, J. C. (1977) *Financial Management and Policy 4th Ed.*, Prentice-Hall, Inc. (柴川林也他監訳『企業財務—理論と実際—(上)』野村證券, 1978 年) 邦訳書 p.4.
- 5) 高橋昭三 (1979)『経営財務論—株式会社金融と企業の投資理論—(新訂版)』森山書店, p.2.
- 6) Norgaard (1981) pp.34-35.

- 7) Chandler, A. D. (1990) *Strategy and Structure: Chapters in the History of the American Industrial Enterprise*, The MIT Press. (有賀裕子訳『組織は戦略に従う』ダイヤモンド社, 2007年) pp.23-24.
- 8) Norgaard (1981) p.35.
- 9) Micklethwait, J. and A. Wooldridge (2003) *The Company: A Short History of a Revolutionary Idea*, The Random House Publishing Group. (日置弘一郎・高尾義明監訳, 鈴木泰雄訳『株式会社』ランダムハウス講談社, 2006年) p.72.
- 10) 日本証券経済研究所編 (2016)『アメリカの証券市場 (2016年版)』公益財団法人日本経済研究所, p.2.
- 11) Micklethwait, J. and A. Wooldridge (2003) 邦訳書 p.93.
- 12) Norgaard (1981) p.35. 1898年から1901年の間に, UC Berkley (1898), Chicago (1898), NYU (1900), Wisconsin (1900), Dartmouth (1900)の各校がビジネススクールを創設した。その後, Harvard (1907), Northwestern (1908)と続いている。NYUとWhartonは学部レベルの経営基礎教育プログラムを1900年～1904年の間に提供している。
- 13) 本稿では, 以下の原著を参照。  
Greene, T. L. (1904) *Corporation Finance 3<sup>rd</sup> ed.*, G. P. Putnam's Sons.
- 14) 本稿では, 以下の原著を参照。  
Mead, E. S. (1933) *Corporation Finance 7<sup>th</sup> ed.*, D. Appleton and Company.
- 15) 本稿では, 以下の原著を参照。  
Gerstenberg, C. W. (1959) *Financial Organization and Management of Business 4<sup>th</sup> Revised ed.*, Prentice-Hall, Inc.
- 16) 本稿では, 以下の原著を参照。  
Dewing, A. S. (1934) *Financial Policy of Corporations 3<sup>rd</sup> Revised ed.*, The Ronald Press Company.
- 17) Dewing, A. S. (1953) *Financial Policy of Corporations 5<sup>th</sup> Ed. Vol.1 & 2*, The Ronald Press Company.
- 18) Norgaard (1981) pp.35-36.
- 19) Norgaard (1981) p.36. Dewingは, 自身のテキストブックの内容を学部向け基礎経営教育向けに論点を絞った形で, *Corporation Finance* (1922, 457 page)を出版している。
- 20) Dewing (1934) pp.144-147. 宇土 (2016) pp.53-54.
- 21) Weston (1966) 邦訳書, p.13-14.
- 22) McKinsey, J. O. and S. P. Meach (1923) *Controlling the Finances of a Business*, The Ronald Press.
- 23) Crainer, S. (2000) *THE MANAGEMENT CENTURY A Critical Review of 20th Century Thought & Practice*, Booz Allen & Hamilton Inc. (嶋口光輝監訳, 岸本義之・黒岩健一郎訳『マネジメントの世紀 1900⇒2000』東洋経済新報社, 2006年) p.80.
- 24) *Ibid.* p.12.
- 25) *Ibid.* pp.28-47.
- 26) *Ibid.* pp.66-75.
- 27) Weston (1966) 邦訳書 pp.36-37.
- 28) McKinsey and Meach (1923).
- 29) 高橋 (1979) p.8.
- 30) Weston (1966) 邦訳書 pp.37-38.
- 31) Hunt, P. (1943) "The Financial Policy of Corporations," *Quarterly Journal of Economics*, Vol.57, No.2, p.311.
- 32) Halley, D. M. (1950) "Materials and Methods of Teaching Business Finance (I)," *Journal of Finance*, Vol.5, p.273.
- 33) Weston, J. F. (1962) *Managerial Finance*, Holt, Rinehart and Winston, Inc.
- 34) 日本証券経済研究所編 (2016) p.10.
- 35) Grant, R. M. (2008) *Contemporary Strategy Analysis 6<sup>th</sup> Ed.*, Blackwell Publishing. (加瀬公夫監訳『現代戦略分析』中央経済社, 2008年)
- 36) Weston (1966) 邦訳書 pp.42-44.
- 37) Dean, J. (1951) *Capital Budgeting, Top Management Policy on Plant, Equipment, and Product Development*, Colombia Univ. Press, 1951. (中村常次郎監修『経営者のための投資政策』東洋経済新報社, 1961年)
- 38) Lutz, F. and V. Lutz (1951) *The Theory of Invest of the Firm*, Princeton Univ., Press. (後藤幸男訳『投資決定の理論』日本経営出版会, 1969年)
- 39) J. H. LorieとL. J. Savageは, 現在価値法と内部収益率法の適用に関する3つの問題を提起した上で, 現在価値法の優位性を論証している。  
Lorie, J. H. and L. J. Savage (1955) "Three Problems in Rationing Capital", *The Journal of Business*, Vol.28-4, pp.229-239.
- 40) この資本コスト測定モデルは, 将来配当・将来成長パターン, そして株主が要求する期待収益率, すなわち株主資本コストを元に理論株価を算定する事から, 配当割引モデルと呼ばれる。  
Gordon, M. J. and E. Shapiro (1955) "Capital Equipment Analysis: The Request Rate of Profit", *Management Science*, Vol.3-1, pp.102-110.
- 41) CAPMは, W. F. Sharpe, J. Lintner, J. Mossin

- の 3 人が別々に、しかし同時期に構築したモデルである。なお、Sharpe の CAPM は、H. Markowitz が 1952 年に考案したポートフォリオ・セレクションに関する計算簡易化モデルを研究する中で着想を得たといわれる。
- Sharpe, W. F. (1964) "Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk," *Journal of Finance*, 19(September), pp.425-442.
- Lintner, J. (1965) "The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets," *The Review of Economics and Statistics*, pp.13-37.
- Mossin, J. (1966) "Equilibrium in a Capital Asset Market", *Econometrica*, 34-4(October), pp.768-783.
- 42) Rubinstein, M. E. (1973) "A Mean-Variance Synthesis of Corporate Financial Theory," *Journal of Finance*, 28-1(March), pp.167-182.  
Rubinstein による CAPM の企業財務論への拡充は、Weston と共に検討した結果である。
- 43) Van Horne, J. C. (1977) *Financial Management and Policy 4<sup>th</sup> Ed.*, Prentice-Hall, Inc. (柴川林也他監訳『企業財務—理論と実際—(上)』野村證券, 1978 年)
- 44) 1980 年代以降に出版された主要なテキストブックとして、以下の 3 冊が挙げられる。いずれも、米国をはじめ海外の大学の企業財務論入門用テキストブックとして採用されていることに加え、邦訳書も出版されている。( ) は、初版出版年である。
- Brealey, R. A. and S. C. Myers (1981) *Principles of Corporate Finance*.
- Ross, S. A. and R. W. Westerfield and J. F. Jaffe (1988) *Corporate Finance*.
- Berk, J. and P. DeMarzo (2007) *Corporate Finance*.
- 45) 証券の発行市場を対象とした 1933 年証券法と、証券の流通市場を対象とした 1934 年証券取引法の制定が挙げられる。
- 46) 亀川 (2018b) は、資本市場の均衡に基づく資本コスト測定方法論を批判的に考察している。
- 47) 世界初の商用コンピューターである UNIVAC I の登場が 1951 年、IBM 社初の商用コンピューターである IBM704 の登場が 1954 年である。コンピューターが企業に普及するのは、商用コンピューター IBM System/360 が登場する 1964 年以降である。
- Computer History Museum: Timeline of Computer History  
<https://www.computerhistory.org/timeline/>  
(2019 年 9 月 9 日閲覧)
- 48) Brealey and Myers (1991) は、「真の資本コスト測定」の問題を、「ファイナンスにおける 10 の未解決問題」の一つとしてとり上げている。Berk and DeMarzo (2011) は、「ファイナンス論の学者はまだ、資本コストの正確な推定値を与える期待収益率の理論を提供できるまでには至っていない。また、手法を実務に利用することはどれも簡単でないということも考慮すべきである。」と指摘する。Fernandez (2017) は、150 冊の企業財務論・企業評価論テキストブックを検討した結果から、「エクイティ・リスク・プレミアムの概念は、テキストブックの著者ごとに異なる」と指摘している。
- Brealey and Myers (1991) pp.919-920. Berk & DeMarzo (2011) 邦訳書 p.550. Fernandez, P. (2017) "The Equity Premium in 150 textbooks 6th Ed." Download Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1473225>

## 参考文献

- Berk, J. and P. DeMarzo (2011) *Corporate Finance 2<sup>nd</sup> Ed.*, Prentice-Hall. (久保田敏一・芹田敏夫・竹原均・徳永俊文訳『コーポレートファイナンス：入門編 (第 2 版)』ピアソン桐原, 2011 年)
- Berk, J. and P. DeMarzo (2017) *Corporate Finance 4<sup>th</sup> Ed.*, Prentice-Hall.
- Bernstein, P. L. (1992) *CAPITAL IDEAS: The Improbable Origin of Modern Wall Street*, The Free Press. (青山 護・山口勝業訳『証券投資の思想革命 ウォール街を変えたノーベル賞経済学者たち』日本経済新聞社, 1993 年)
- Brealey, R. A. and S. C. Myers (1991) *Principles of Corporate Finance 4<sup>th</sup> Ed.*, McGraw-Hill Inc.
- Brealey, R. A. and S. C. Myers (2011) *Principles of Corporate Finance 10<sup>th</sup> Ed.*, McGraw-Hill Inc.
- Brealey, R. A. and S. C. Myers (2014) *Principles of Corporate Finance 11<sup>th</sup> Ed.*, McGraw-Hill Inc.
- Brealey, R. A. and S. C. Myers (2016) *Principles of Corporate Finance 12<sup>th</sup> Ed.*, McGraw-Hill Inc.
- Brigham, E. F. and L. C. Gapenski (1997) *Financial Management: Theory and Practice 8<sup>th</sup> Ed.*, The Dryden Press.
- Chandler, A. D. (1990) *Strategy and Structure: Chapters in the History of the American Industrial Enterprise*, The MIT Press. (有賀裕子訳『組織は戦略に従う』ダイヤモンド社, 2007 年)
- Crainer, S. (2000) *THE MANAGEMENT*



- CENTURY A Critical Review of 20th Century Thought & Practice, Booz Allen & Hamilton Inc. (嶋口光輝監訳, 岸本義之・黒岩健一郎訳『マネジメントの世紀 1900⇒2000』東洋経済新報社, 2006年)
- Dean, J. (1951) *Capital Budgeting, Top Management Policy on Plant, Equipment, and Product Development*, Colombia Univ. Press. (中村常次郎監修『経営者のための投資政策』東洋経済新報社, 1961年)
- Dewing, A. S. (1922) *Corporation Finance A Textbook for Colleges and Schools of Business Administration*, The Ronald Press Company.
- Dewing, A. S. (1934) *Financial Policy of Corporations 3<sup>rd</sup> Revised ed.*, The Ronald Press Company.
- Dewing, A. S. (1953) *Financial Policy of Corporations 5<sup>th</sup> Revised ed.*, The Ronald Press Company.
- Fernandez, P. (2017) "The Equity Premium in 150 textbooks 6th Ed." Download Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1473225>
- Gerstenberg, C. W. (1959) *Financial Organization and Management of Business 4<sup>th</sup> Revised ed.*, Prentice-Hall, Inc.
- Gordon, M. J. and E. Shapiro (1955) "Capital Equipment Analysis: The Request Rate of Profit", *Management Science*, Vol.3-1, pp.102-110.
- Gordon, M. J. (1962) *The Investment, Financing and Valuation of the Corporation*, R. D. Irwin Inc. (阪本安一監修, 後藤幸男・野村健太郎訳『投資と企業評価』中央経済社, 1972年)
- Grant, R. M. (2008) *Contemporary Strategy Analysis 6<sup>th</sup> Ed.*, Blackwell Publishing. (加瀬公夫監訳『現代戦略分析』中央経済社, 2008年)
- Greene, T. L. (1904) *Corporation Finance 3<sup>rd</sup> ed.*, G.P. Putnam's Sons.
- Halley, D. M. (1950) "Materials and Methods of Teaching Business Finance (I)," *Journal of Finance*, Vol.5, pp.270-274.
- Howard, B. B. and M. Upton (1953) *Introduction to Business Finance*, McGraw-Hill Inc.
- Hunt, P. (1943) "The Financial Policy of Corporations," *Quarterly Journal of Economics*, Vol.57, No.2, pp.303-313.
- Hunt, P. and C. Williams and G. Donaldson (1961) *Basic Business Finance: Text and Cases Revised Edition*, Richard Irwin, Inc.
- Lintner, J. (1965) "The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets," *The Review of Economics and Statistics*, pp.13-37.
- Lorie, J. H. and L. J. Savage (1955) "Three Problems in Rationing Capital", *The Journal of Business*, Vol.28-4, pp.229-239.
- Lutz, F. and V. Lutz (1951) *The Theory of Invest of the Firm*, Princeton Univ., Press. (後藤幸男訳『投資決定の理論』日本経営出版会, 1969年)
- McKinsey, J. O. and S. P. Meach (1923) *Controlling the Finances of a Business*, The Ronald Press Company.
- Mead, E. S. (1930) *Corporation Finance 7<sup>th</sup> Ed.*, D. Appleton-Century Company.
- Micklethwait, J. and A. Wooldridge (2003) *The Company: A Short History of a Revolutionary Idea*, The Random House Publishing Group. (日置弘一郎・高尾義明監訳, 鈴木泰雄訳『株式会社』ランダムハウス講談社, 2006年)
- Mossin, J. (1966) "Equilibrium in a Capital Asset Market", *Econometrica*, 34-4(October), pp.768-783.
- Norgaard, R. L. (1981) "The Evolution of Business Finance Textbooks", *Financial Management*, 10-2(10th Anniversary) pp.34-45.
- Roll, R. (1977) "A Critique of the Asset Pricing Theory's Tests Part I : On Past and Potential Testability of the Theory," *Journal of Financial Economics*, 4(March), pp.129-176.
- Ross, S. A. and R.W. Westerfield and J. F. Jaffe (2010) *Corporate Finance 9/e*, McGraw-Hill Inc. (大野 薫訳『コーポレートファイナンスの原理 第9版』きんざい, 2012年)
- Rubinstein, M. E. (1973) "A Mean-Variance Synthesis of Corporate Financial Theory," *Journal of Finance*, 28-1(March), pp.167-182.
- Sharpe, W. F. (1964) "Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk," *Journal of Finance*, 19(September), pp.425-442.
- Solomon, E. (1963) *The Theory of Financial Management*, Colombia University Press. (古川栄一監修, 別府裕弘訳『財務管理論』同文館出版, 1971年)
- Van Horne, J. C. (1977) *Financial Management and Policy 4<sup>th</sup> Ed.*, Prentice-Hall, Inc. (柴川林也他『監訳企業財務—理論と実際—』(上) 野村證券, 1978年)
- Van Horne, J. C. (1998) *Financial Management and Policy 11<sup>th</sup> Ed.*, Prentice-Hall, Inc.
- Van Horne, J. C. (2002) *Financial Management and Policy 12<sup>th</sup> Ed.*, Prentice-Hall, Inc.
- Weston, J. F. (1962) *Managerial Finance*, Holt,

- Rinehart and Winston, Inc.
- Weston, J. F. (1966) *The Scope and Methodology of Finance*, Prentice-Hall Inc. (古川栄一監訳、永島敬識・村松司叙訳『企業財務論の方法』東洋経済新報社、1969 年)
- Weston, J. F. and E. F. Brigham (1966) *Managerial Finance*, 2<sup>nd</sup> Ed., Holt, Rinehart and Winston, Inc. (諸井勝之助訳『経営財務 I・II』東京大学出版会、1968 年)
- Weston, J. F. and E. F. Brigham (1978) *Managerial Finance* 6<sup>th</sup> Ed., The Dryden Press.
- Weston, J. F. and E. F. Brigham (1992) *Managerial Finance* 9<sup>th</sup> Ed., The Dryden Press.
- 井手正介・高橋文郎 (1993) 『ビジネスゼミナール 企業財務入門』日本経済新聞社.
- 岩村 充 (1994) 『入門 企業金融論』日本経済新聞社.
- 宇土至心 (2016) 「A. S. デューイの財務論と企業価値評価」『北海学園大学経済論集』第 64 巻 2 号, pp.37-57.
- 亀川雅人 (1983) 「資本資産価格形成モデルと経営財務」『交通論叢』第 16 号, pp.9-34.
- 亀川雅人 (1993) 『企業資本と利潤—企業理論の財務的接近— (第 2 版)』中央経済社.
- 亀川雅人 (2009) 『ファイナンシャル・マネジメント』創成社.
- 亀川雅人 (2018a) 『株式会社の資本論』中央経済社.
- 亀川雅人 (2018b) 「資本コストの測定に関する方法論—企業財務研究の批判的考察—」『立教 DBA ジャーナル』第 9 号, pp.11-24.
- 榊原茂樹 (1986) 『現在財務理論』千倉書房.
- 柴川林也 (1977) 『財務管理』同文館.
- 柴川林也 (1979) 『新版 投資決定論』同文館.
- 高橋昭三 (1979) 『経営財務論—株式会社金融と企業の投資理論— (新訂版)』森山書店.
- 中垣 昇 (1996) 「財務管理論の基礎概念に関する一考察」『中京経営研究』6(1), pp.17-28.
- 中川智久 (2018) 「財務管理論教育内容の変遷—米国 MBA 向けテキストブックからの考察—」『年報財務管理研究』第 29 号, pp.231-239.
- 日本証券経済研究所編 (2016) 『アメリカの証券市場 (2016 年版)』公益財団法人日本経済研究所.
- 古川栄一 (1978) 『財務管理論』経林書房.
- 諸井勝之助 (1992) 『経営財務講義 (第 2 版)』東京大学出版会.

### インターネットページ

- Chronological History of IBM, [https://www.ibm.com/ibm/history/history/history\\_intro.html](https://www.ibm.com/ibm/history/history/history_intro.html) (2019 年 9 月 9 日閲覧)
- Computer History Museum: Timeline of Computer History, <https://www.computerhistory.org/timeline/> (2019 年 9 月 9 日閲覧)